

LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

EN DÉBAT

Les prévisions occupent une place particulière dans le débat public en économie. Elles sont généralement considérées comme des prédictions, qualifiées fréquemment d'optimistes ou de pessimistes, comme si elles dépendaient de l'humeur des équipes qui les réalisent. Certes, en un sens, la prévision est un art tant elle dépend des signes précurseurs que nous livre le présent, de l'interprétation des évolutions en cours, de la capacité des économistes de sélectionner les informations pertinentes parmi celles, multiples, dont l'intérêt n'est qu'anecdotique. Mais elle est surtout une science puisqu'elle consiste à déduire des informations dont on dispose sur le présent une vision de l'avenir. Elle ne peut être formulée en dehors d'un cadre général d'interprétation, c'est-à-dire d'une théorie qui met en relation les informations que l'on privilégie et les variables que l'on cherche à prévoir.

Parmi ces informations, certaines, cruciales, ne sont pas vraiment disponibles car, pour l'essentiel, elles dépendent de décisions à venir et qu'il n'existe pas vraiment de théorie permettant de déduire des données existantes ce que seront ces décisions. Il faut donc formuler des hypothèses alternatives et retenir celles qui nous paraissent les plus vraisemblables. Dès lors, les erreurs de prévision peuvent avoir au moins trois origines : une insuffisance d'information sur le présent, une mauvaise spécification théorique, la non réalisation de certaines hypothèses. De surcroît, il existe une incertitude irréductible au sens où certains événements sont imprévisibles, alors même que leur conséquence sur l'activité économique est déterminante. Voilà pourquoi les chiffres associés à une prévision sont éminemment fragiles, qu'ils doivent être considérés comme conditionnels aux hypothèses que l'on formule, aux données dont on dispose et au cadre théorique dans lequel on raisonne.

Il m'a donc semblé nécessaire que les prévisions réalisées par l'OFCE soient publiées en même temps qu'un débat autour de ces prévisions. Cela offre le double avantage de rendre explicite le doute inhérent à tout exercice de prévision pour les raisons déjà exposées, et de participer au pluralisme nécessaire à l'indépendance et au sérieux des études économiques. Une prévision, pour rigoureuse qu'elle soit, n'est pas un exercice mécanique au terme duquel la vérité serait révélée, mais une « histoire » raisonnée du futur délivrant des résultats incertains. Il est utile d'en comprendre d'emblée les limites, pour ne point s'en servir comme d'un argument d'autorité, à l'instar de ce qui est trop fréquemment le cas.

Jean-Paul Fitoussi

Avril 2003

Revue de l'OFCE 85

Débat sur les perspectives économiques à court terme du 3 avril 2003

Participants au débat :

Flemming Larsen : Fonds monétaire international

Philippe Sigogne : Banque de financement et de trésorerie

Jean-Paul Fitoussi, Odile Chagny, Eric Heyer,

Xavier Timbeau : OFCE

L'économie mondiale

Flemming Larsen : Nous nous trouvons dans une situation très délicate, de début d'une phase de ralentissement. Les divergences d'analyses des forces en jeu et d'évaluations des prévisions sont importantes, alors qu'elles sont traditionnellement moins fortes en phase de reprise. Actuellement, les conjoncturistes se répartissent en deux écoles, et l'OFCE se situe entre les deux.

Les optimistes considèrent que la faiblesse de l'économie mondiale depuis six à huit mois est due aux incertitudes du conflit au Moyen-Orient. Aux États-Unis, les fondamentaux restant favorables, une nouvelle reprise interviendra lorsque les incertitudes du conflit militaire seront levées ; la productivité demeure élevée et permettra un nouvel élan de la demande ; la politique économique, tant monétaire que budgétaire, donnera un coup de pouce à la reprise à partir de la mi-2003 ; enfin, la baisse du dollar permettra à la demande extérieure de soutenir la croissance.

Les pessimistes, ou du moins les sceptiques, pensent au contraire que les conséquences de l'éclatement de la bulle financière ne sont qu'en partie intégrées et qu'une large partie des coûts reste à absorber par les ménages, les entreprises, les sociétés d'assurance, les fonds de pension, etc. Le financement de la balance des paiements américaine a été facilement assuré pendant la bulle, mais il est désormais devenu précaire : les capitaux étrangers ne continueront de financer le déficit que si leur rémunération est plus élevée. Et l'Europe n'est plus à même de l'absorber. Le déficit public américain s'est creusé et la réapparition d'un *twin deficit* soulève la question de sa soutenabilité. La reprise américaine resterait donc très modérée pendant plusieurs années, tant que se poursuivra l'ajustement des ménages et des entreprises.

Chercher dans la politique économique les ressorts d'une croissance plus soutenue conduirait à accroître le déficit public et donc à peser sur le dollar, dégrader les anticipations et tendre les taux d'intérêts à long terme.

Jean-Paul Fitoussi : L'incertitude demeure d'une part sur les moteurs de la reprise, d'autre part sur l'importance de la dégradation, en particulier des bilans des entreprises, due à l'éclatement de la bulle, dont l'analyse reste à faire. On peut se demander si le quasi-consensus optimiste actuel n'est pas une manifestation d'« optimisme contraint » dans le contexte géopolitique, en quelque sorte une forme d'auto-censure.

Philippe Sigogne : Il me semble que l'OFCE a choisi son camp et se situe en retrait du consensus. Tant pour les États-Unis que pour la zone euro et la France, c'est un scénario bas qui est décrit, et non un scénario intermédiaire. Par vocation, l'OFCE souligne les aspects structurels, en particulier les déséquilibres des bilans des entreprises — sur lesquels pèsent en outre les retards d'ajustements en termes d'emplois —, et la capacité des banques à transformer la politique monétaire en une réelle impulsion.

Il est essentiel de s'interroger sur ce qu'implique la contrainte d'équilibre des capacités et besoins de financement des agents. En Europe, on demande aux entreprises de se désendetter sous la pression de *spreads* de taux d'intérêt élevés, mais l'on demande aussi aux États de se désendetter. Qui fournira la contrepartie ? Les ménages, par la baisse de leur taux d'épargne ? Mais qu'en est-il des effets de richesse dans la période actuelle, et est-il possible d'envisager des taux d'épargne plus bas pour les ménages ? Les ménages britanniques et allemands ont déjà beaucoup réduit leur épargne ; que peuvent faire les autres pays ?

La politique économique n'est pas adaptée aux circonstances, car il faudrait davantage porter attention au critère de dette publique rapportée au PIB qu'au critère de déficit. L'inquiétude sur un éventuel effet d'éviction, qui a dicté les critères de Maastricht, n'est pas d'actualité. On peut même dire qu'aujourd'hui, la montée de la dette publique ne contredit pas celle des ménages. Mais jusqu'à quand ? Quels sont les effets structurels d'une inflation basse ? Au début du XX^e siècle, on pouvait avoir à la fois des dettes élevées en proportion du PIB et un faible service de la dette grâce à la faiblesse de l'inflation.

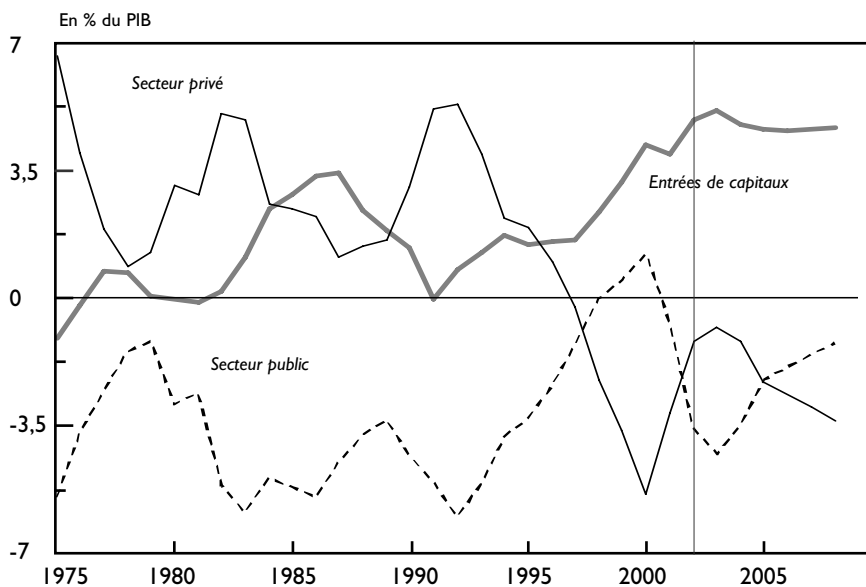
Enfin, il faudrait aller plus loin sur l'analyse des taux d'autofinancement des entreprises, en particulier des causes des écarts entre les États-Unis et l'Europe : c'est nécessaire pour savoir à quelle baisse des investissements on peut s'attendre.

Jean-Paul Fitoussi : L'OFCE est dans le consensus pour les États-Unis, mais s'en éloigne pour la zone euro. L'analyse de la dégra-

duction des ratios d'entreprises du fait de l'éclatement de la bulle paraît en effet essentielle.

Flemming Larsen : Certains pensent que la bulle récente est la plus importante que le monde ait jamais connue... y compris celle du Mississippi il y a 285 ans ! L'ampleur des crédits et des dettes conduit à regarder de près les bilans et à faire le point des ajustements en cours aux États-Unis. Le graphique 1 montre l'évolution des balances financières (épargne moins investissement) par agents, en proportion du PIB. Celle du secteur privé, c'est-à-dire des ménages et des entreprises, a fortement baissé pendant la bulle, entre 1992 et 2000, et a atteint un déficit de 6,5 % du PIB en 2000, soit un niveau sans précédent ; la situation normale des années 1975 à 1992 fut celle d'un excédent de 2,5 % en moyenne ; la variation entre ces deux périodes est donc de 9 %. Le financement s'est opéré par un petit excédent du secteur public et surtout par un excédent croissant des entrées de capitaux (qui correspond au symétrique du déficit de la balance des paiements courants).

I. États-Unis : balances financières



L'ajustement a commencé, mais est encore partiel. Les optimistes insistent sur la contraction du déficit privé, le flux encore important des entrées de capitaux (5 % du PIB) et la hausse du déficit public ; pour eux, la croissance du PIB serait assez élevée pour permettre un repli du déficit public et une hausse de l'ensemble privé + extérieur. Les pessimistes, au contraire, considèrent que tôt ou tard, le secteur privé devra retrouver son niveau historique, car les entrées de

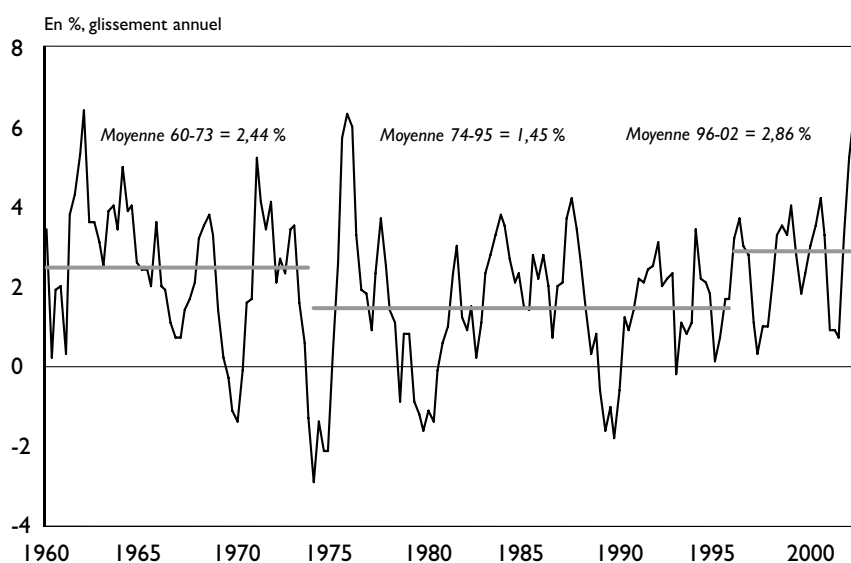
capitaux étrangers ne peuvent être durables ; par conséquent, l'ampleur de l'ajustement dans le secteur privé sera considérable. La croissance de l'économie réelle sera donc faible, de 1 à 2 % par an pendant plusieurs années.

Xavier Timbeau : Pourquoi un déficit public ne peut-il être durablement de 3 % ?

Flemming Larsen : Cela n'est pas soutenable du fait de la démographie. De plus, est-il normal que le pays le plus riche du monde absorbe l'épargne mondiale ? Non. Cela s'est fondé sur l'ampleur du progrès technologique, mais ne correspond pas à une situation équilibrée à moyen et long terme.

Le graphique 2 montre l'évolution de la productivité du secteur privé. Les optimistes considèrent qu'elle va continuer d'augmenter grâce aux investissements qui suscitent le déficit d'épargne du secteur privé.

2. États-Unis : productivité du secteur privé non financier



Source : Department of Labor.

Philippe Sigogne : Les optimistes soulignent aussi que si l'on met en parallèle la productivité lissée sur 5 ans et le taux d'accumulation du capital, le lien habituel s'est rompu : les gains de productivité ne se sont pas effondrés avec la récession et le tassement de l'investissement.

Jean-Paul Fitoussi : Quel rôle joue la guerre en Irak ?

Flemming Larsen : La confiance des marchés financiers est très affectée, d'où la très grande volatilité des cours ; mais cet impact est difficile à quantifier. Il ne faut cependant pas attribuer la faiblesse passée

de l'économie mondiale à la guerre : sauf pour les marchés financiers, l'impact ne s'est pas encore manifesté, et il se concrétisera durant deux premiers trimestres de 2003. Le canal de transmission essentiel sera le prix du pétrole ; de ce point de vue, la prévision de l'OFCE paraît pessimiste : le prix du brut baisse déjà. Quoiqu'il en soit, l'impact de la guerre sur l'économie réelle est essentiellement à venir...

Jean-Paul Fitoussi : ... mais le repli des cours boursiers provoqué par la guerre et ses préparatifs a gêné l'ajustement des entreprises. On pourrait donc être plus optimiste pour l'avenir, surtout si les prix du pétrole baissent davantage que nous l'escomptons.

Philippe Sigogne : Les conséquences majeures de la guerre concernent le prix du pétrole. Le reste est marginal : les cours boursiers sont de plus en plus volatils, mais ont peu d'impact, sauf sur les gains ou pertes quotidiens des intermédiaires financiers.

Les tensions sur le prix du pétrole paraissent durables au vu de l'équilibre mondial de l'offre et la demande. L'OCDE, le FMI, etc., estiment que l'impact de la hausse des prix du pétrole sera faible. Mais il faut prendre en compte également la hausse des prix des autres énergies. Pour donner un ordre de grandeur, la hausse récente des prix du pétrole WTI aux États-Unis opère une ponction de 60 milliards de dollars sur les ménages, soit un montant équivalent aux baisses d'impôts.

Flemming Larsen : Mais l'impact diffère selon que la hausse est temporaire ou permanente. De plus, l'évaluation des effets nets de la hausse de l'énergie doit également prendre en compte l'impact sur les pays exportateurs et ne pas se limiter aux seuls pays importateurs.

Jean-Paul Fitoussi : L'évolution du prix du pétrole dépend de la guerre et de l'après-guerre. Une prévision à 20 dollars le baril suppose que l'après-guerre soit gagné.

Flemming Larsen : Il faut aussi intégrer les effets de taux de change : en Europe, l'appréciation de l'euro modère l'alourdissement de la facture énergétique.

L'Europe

Jean-Paul Fitoussi : Pourquoi l'Europe ne peut-elle connaître que quelques années seulement de croissance par décennie ?

Flemming Larsen : Du fait de ses performances structurelles. Les marges de manœuvre des politiques budgétaires sont affaiblies par le fait que les problèmes structurels n'ont pas été résolus suffisamment tôt. Le Pacte de stabilité n'a pas été construit pour mener une politique anticyclique, mais pour assurer une discipline à moyen terme

des pays membres de la zone euro. Les objectifs de moyen terme et les principes d'une politique conjoncturelle anticyclique devraient être mieux différenciés...

Jean-Paul Fitoussi : ... mais le Pacte empêche toute politique anticyclique...

Flemming Larsen : ... oui, dans les pays qui ont retardé leur ajustement, mais pas dans ceux qui ont fait les efforts nécessaires.

Jean-Paul Fitoussi : Une inflation moins faible réduirait le poids du déficit public dans le PIB, comme en Espagne par exemple...

Flemming Larsen : ... seulement si vous supposez que l'impact de l'inflation se limite aux recettes, alors qu'il s'exerce aussi sur les dépenses...

Jean-Paul Fitoussi : ... mais le ratio dette/PIB dépend de l'inflation...

Flemming Larsen : ... oui si l'on a un objectif de ratio constant. Mais un ratio de 60 % est trop élevé pour les pays qui ont un problème démographique.

Jean-Paul Fitoussi : En Allemagne par exemple ?

Philippe Sigogne : Les problèmes démographiques se manifestent au travers du potentiel de croissance. En Allemagne, à la suite du Japon, la croissance potentielle faiblit et se situe entre 1 % et 2 % l'an. Les déficits doivent donc être réduits pour être soutenables ; sinon, la dette explosera en proportion du PIB. Il faut donc être plus strict en Allemagne que dans les pays dont la démographie est convenable.

En Europe, ce qui peut être réalisé par la politique budgétaire est déterminé par la capacité de l'économie privée à croître ; l'exemple américain l'a bien montré. Que faire pour accroître le potentiel en Allemagne, en l'absence de croissance démographique ? Il n'y a d'autre choix que d'élever la productivité ou d'accentuer l'immigration. Les rigidités structurelles en Europe se situent essentiellement dans la création d'emploi.

Flemming Larsen : En Allemagne, les difficultés actuelles tiennent d'une part au retard des réformes nécessaires pour baisser les coûts, réduire les dépenses publiques et accroître la flexibilité ; d'autre part à la surévaluation de la monnaie. Cela implique des ajustements coûteux. Mais la volonté politique en ce sens est plus forte actuellement qu'il y a un an ou deux. On peut donc escompter des difficultés importantes à court terme, mais aussi être optimistes à moyen terme.

Comment appliquer le Pacte de stabilité dans une période de croissance molle, alors qu'il n'est pas conçu comme un instrument de soutien conjoncturel ? En permettant le libre jeu des stabilisateurs

automatiques, sauf dans les pays où le poids de la dette menace la stabilité financière.

Jean-Paul Fitoussi : Il existe cependant un risque de déflation en Allemagne.

Flemming Larsen : Des pressions existent effectivement en Allemagne, dans la mesure où la monnaie paraît surévaluée. En revanche, il n'y a pas de risque de déflation européenne. Peut-on empêcher que dans une zone monétaire des baisses de prix surviennent dans certains secteurs ou dans un pays ? Non, car cela fait partie du processus d'ajustement normal.

Xavier Timbeau : L'Allemagne a une monnaie surévaluée et l'Espagne a une monnaie sous-évaluée, d'où des pressions déflationnistes en Allemagne et inflationnistes en Espagne. Fixer un cible moyenne à 2 % contraint des pays comme l'Allemagne à avoir une inflation négative. Pourquoi alors ne pas élever la cible elle-même ?

Philippe Sigogne : En Allemagne, l'élément essentiel de la baisse des prix concerne les loyers ; or le logement n'est pas un bien échangeable...

Odile Chagny : ... les loyers sont stables et ne contribuent pas à la baisse des prix...

Philippe Sigogne : ... mais ils augmentent fortement dans les autres pays, ce qui crée une différence importante dans l'évolution comparée de l'indice général.

Jean-Paul Fitoussi : Le système bancaire est-il en difficulté en Allemagne ? En union monétaire, des pays en déflation et des pays en inflation peuvent-ils coexister alors qu'il n'existe pas de système financier de zone ?

Flemming Larsen : Il faut éviter l'erreur du Japon de ne pas imposer suffisamment tôt aux débiteurs de se restructurer et de continuer à financer des secteurs insolubles. Heureusement, en Europe la réglementation ne le permet pas.

La France

Philippe Sigogne : Si l'on compare la croissance française à celle de la moyenne européenne, on constate que l'écart des cinq derniers trimestres s'explique essentiellement par la consommation publique.

Eric Heyer : L'autre différence concerne les créations d'emplois : la résistance du marché du travail français explique également la bonne tenue de la consommation.

Notre prévision, bien que basse comparée aux autres, peut pourtant être considérée comme optimiste : nous supposons en effet que la consommation continue de résister (ce qui suppose une baisse du taux d'épargne) et nous n'escomptons qu'une baisse modérée de l'investissement des entreprises alors que leur taux d'endettement s'est dégradé. En matière de politique économique, le point de vue optimiste consisterait à ne pas respecter les engagements du Pacte de stabilité et à soutenir l'activité, tandis que le point de vue pessimiste consisterait à anticiper une baisse supplémentaire des dépenses publiques.

Jean-Paul Fitoussi : La France et l'Allemagne font des efforts pour réduire leurs déficits ; mais leur capacité à mener des réformes structurelles en sera réduite. La question de l'arbitrage entre le Pacte de stabilité et les objectifs de long terme est ainsi posée. Par exemple, définir l'objectif d'un ratio stable des dépenses publiques au PIB, en euros courants, est inquiétant pour la capacité à mener les réformes de l'Etat, des retraites, des services publics, etc.

Xavier Timbeau : Faut-il que la politique économique conjoncturelle donne une réponse qui entre en contradiction avec les objectifs de la politique structurelle ? La taille des stabilisateurs automatiques mériterait aussi d'être discutée.

Flemming Larsen : Pour résoudre ce dilemme, il aurait fallu introduire plus explicitement des budgets de moyen terme dans le Pacte de stabilité, de sorte à conserver une flexibilité de la politique conjoncturelle à court terme tout en sauvegardant, avec davantage de fermeté et d'engagement, une trajectoire à moyen terme. On sait par ailleurs que les stabilisateurs automatiques sont très forts en Europe...

Jean-Paul Fitoussi : ... mais leur poids a baissé du fait des réformes fiscales. Solow a proposé que des mécanismes de flexibilisation des stabilisateurs automatiques soient mis en œuvre, de sorte à accroître leur impact tant en période de récession que de croissance ; par exemple, un taux de cotisation indexé sur la croissance pourrait être instauré. Ils seraient alors indépendants de la décision discrétionnaire du politique, dont on se méfie tant en Europe.

Philippe Sigogne : En ce qui concerne la demande intérieure française, l'OFCE a adopté un point de vue optimiste pour la consommation ; or le ralentissement en cours va pénaliser la consommation car les entreprises ne peuvent plus distribuer de pouvoir d'achat *via* l'emploi ou les salaires. Il ne semble pas, par ailleurs, que des forces de rattrapage liées à la remise à niveau des parcs de biens durables puissent jouer autant que durant ces dernières années.

Parmi les entreprises, qui ont en général peu investi et ont donc peu de capacités disponibles, celles qui sont contraintes financièrement souhaiteraient réduire leurs dépenses d'équipement mais ne le peuvent

pas sous peine de perdre des marchés ; elles jouent donc sur leurs stocks. Cependant, la prévision de l'OFCE d'un déstockage continu à l'horizon de la fin 2004 peut surprendre : est-il physiquement possible de réduire encore si fortement les stocks ? On pourrait plutôt envisager une stabilisation des stocks à la fin de 2004.

On peut enfin noter que la vision des enquêtes de conjoncture et celle de la comptabilité nationale divergent, celle-ci donnant une vision trop négative, tant sur la production que sur les résultats d'exploitation.

Eric Heyer : Nous n'effectuons pas de raisonnement spécifique sur les stocks, mais sur l'ensemble investissements + stocks. En procédant à une telle agrégation, l'équation économétrique donne de meilleurs résultats.

Flemming Larsen : Il demeure une incertitude, tant pour l'Europe que pour la France : celle des conséquences de l'appréciation de l'euro. Le plus souvent, on souligne en Europe les effets négatifs sur les exportations et positifs sur les importations. Mais l'ère financière change les choses : l'appréciation d'une monnaie, si elle est provoquée par les flux de capitaux, a des effets nets positifs. Cela s'est vérifié sans aucun doute aux États-Unis. Or l'on sous-estime cet effet en Europe.

De plus, l'appréciation de l'euro pourrait permettre à la BCE de réduire ses taux d'intérêts. Plusieurs années de taux bas auraient des effets expansifs, en particulier sur la demande immobilière. On aurait donc au total un élément favorable à la croissance européenne et française.

Xavier Timbeau : La BCE ne baissera ses taux d'intérêts que si elle pense que l'inflation est durablement basse. Mais les taux réels demeurent élevés.

Philippe Sigogne : L'OFCE prévoit qu'une dépréciation de l'euro interviendra après l'appréciation. Mais quels mécanismes expliquent l'appréciation récente ? Celle-ci n'est pas due à des rentrées de capitaux qui viendraient financer la croissance de l'UEM. Elle est due en fait à une contraction des flux : l'Europe ne recycle qu'imparfaitement ses excédents commerciaux, d'où la poussée de l'euro. Cela reflète l'aversion au risque du système financier européen, les banques hésitant à prêter à ceux qui voudraient investir aux États-Unis.

Jean-Paul Fitoussi : Effectivement, l'effet financier peut compenser, et au-delà, l'effet commercial. Mais il faut que les capitaux viennent s'investir en Europe et permettent ainsi un boom de l'investissement.